



2020年私募基金年度报告

刘亦千

分析师

执业证书编号: S0870511040001

邮箱: liuyiqian@shzq.com

电话: 021-53686101

江牧原

研究助理

执业证书编号: S0870119010013

邮箱: jiangmuyuan@shzq.com

电话: 021-53686093

日期: 2021 年 3 月 23 日

报告编号:

相关报告:

• 私募市场概述

2020 年, 我国私募证券投资基金管理人数量保持平稳。据中国证券业协会统计, 私募证券基金管理人数量由 2019 年年底的 8857 家, 增长为 8908 家, 目前占全市场私募基金管理人数量的 36.27%。

• 私募市场业绩表现

受今年疫情影响, 股票市场反复震荡。1634 只 (据朝阳永续不完全统计, 截至 2020 年 12 月末) 具有连续一年以上净值数据的非结构化私募产品当月平均收益率为 3.6%, 年平均收益率为 30.11%。其中, 2020 年度实现正收益的产品数量为 1446 只, 占比为 87.69%, 整体表现强于上证综指与深圳成指。

• 重要政策与事件梳理

《关于加强私募投资基金监管的若干规定》标志着针对私募的监管逐步加强; 新《证券法》出台, 投资者保护要求逐渐趋严; 行业自律体系逐步完善

• 公募私募业绩对比

股票多头 VS 公募股混: 公募股混产品与私募股票多头产品有着相同的夏普比率, 而公募股混产品通过承担波动取得了更高的收益率, 私募股票多头策略则更加注重风

VISIT...

LANZAROTE
Caliente.COM

险控制。

公募指数增强（超额部分）VS 私募市场中性：私募市场中性策略受市场波动率、市场成交额与股指期货基差影响较大，而公募指数增强（超额部分）受宏观基本面影响较大。

公募股票多空 VS 私募股票多空：公募股票多空呈现与公募指数增强（超额）类似的净值曲线，而私募股票多空较私募市场中性呈现更大的波动与更高的收益，更能体现股票多空策略中不完全对冲的特点。

公募债券基金 VS 私募债券基金：公募债基有较大概率主要投资于转债、公司债与金融债中，而私募债基除了投资于以上三类债券外，可能投资于其他类型的资产。

目录

一、2020 年私募市场发展展望	4
1、私募市场概述	4
2、2020 年重要政策与事件梳理	6
2.1 《关于加强私募投资基金监管的若干规定》标志着针对私募的监管逐步加强	6
2.2 新《证券法》出台，投资者保护要求逐渐趋严	7
2.3 行业自律体系逐步完善	7
3、私募行业未来发展方向	10
3.1 私募行业“马太效应”加剧	10
3.2 私募策略寻求多元化发展	10
3.3 量化私募规模扩大，竞争进入白热化	10
二、私募市场基金产品业绩表现	11
1、私募基金业绩分析	11
2、从风险分类角度	12
三、公募私募业绩对比	13
1、股票多头 VS 公募股混	13
2、公募指数增强（超额部分）VS 私募市场中性	16
3、公募股票多空 VS 私募股票多空	18
4、公募债券基金 VS 私募债券基金	20

一、2020 年私募市场发展展望

1、私募市场概述

2020 年我国私募证券投资基金管理人数量保持平缓。

据中国证券业协会统计，私募证券投资基金管理人人数由 2019 年年底的 8857 家，增长为 8908 家，目前占全市场私募基金管理人数量的 36.27%。自 2017 年 12 月 15 日，中国证券投资基金业协会发布《私募基金管理人登记须知》以来，私募基金管理人备案趋严，近两年私募基金管理人数量增速保持平缓。

自 2017 年 11 月资管新规发布初期，私募基金通过银行理财募资受限，使得管理规模出现大幅下滑。但后续随着资产管理需求爆发以及近年来各主要市场涨幅较大等原因，私募机构平均管理规模稳步提升。截止 2020 年 12 月底，平均管理规模已达 4.23 亿元/家，为近 5 年来新高。

图 1：私募证券投资基金管理人数量保持平缓

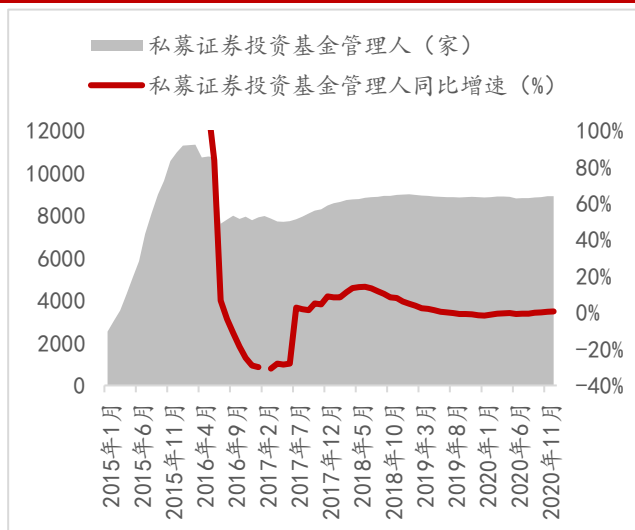
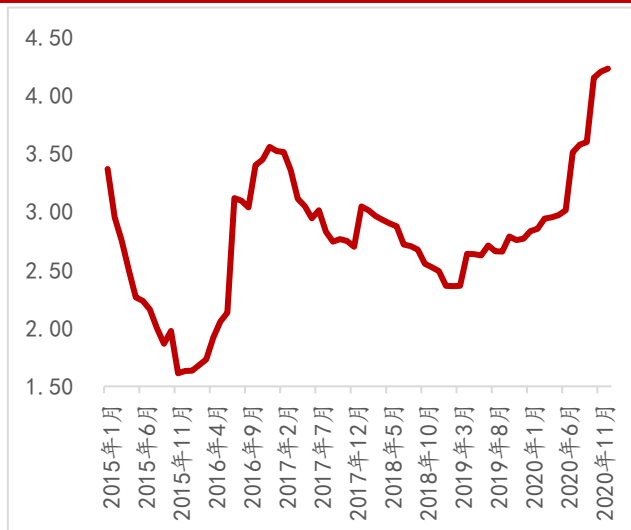


图 2：私募证券投资基金管理人平均管理规模（亿元/家）



数据来源：基金业协会、上海证券基金评价研究中心

表 1：各主要市场指数 2020 年表现

指数名称	全年涨跌幅	一季度涨跌幅	二季度涨跌幅	三季度涨跌幅	四季度涨跌幅
上证指数	13.87%	-9.83%	8.52%	7.82%	7.92%
沪深 300	27.21%	-10.02%	12.96%	10.17%	13.60%
深证成指	38.73%	-4.49%	20.38%	7.63%	12.11%

中小板指	43.91%	-1.94%	23.24%	8.19%	10.07%
创业板指	64.96%	4.10%	30.25%	5.60%	15.21%
中证全债	3.05%	2.92%	-0.39%	-0.78%	1.31%
南华商品指数	7.41%	-16.53%	11.00%	0.57%	15.27%

数据来源：Wind、上海证券基金评价研究中心

私募证券投资基金的存量产品数量与规模数据齐创新高。截止 2020 年 12 月，存量私募证券投资基金共 54355 只，资产管理规模 37662.3 亿元，较 2015 年 1 月资产管理规模增长 4.43 倍。从图 4 所展示的私募证券投资基金规模与占比（与私募整体行业相比）的数据看，2016 年后，这一占比进入了持续 2 年多的下行通道。而自 2019 年 4 月起，资金逐步回流私募证券投资基金，截止 2020 年 12 月，占比已回升至 23.58%。

图 3：私募证券投资基金数量与占比

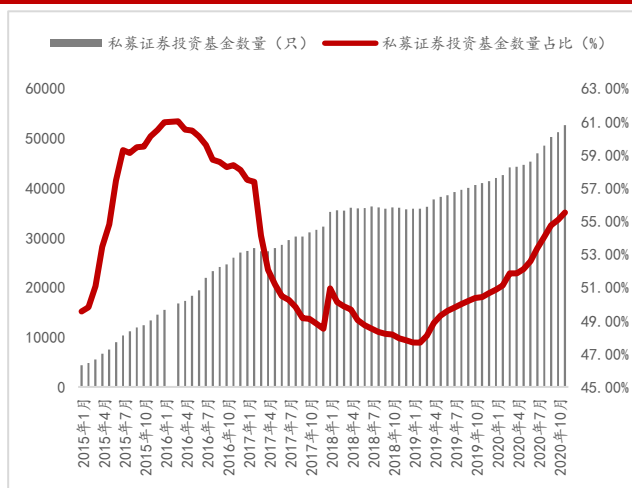
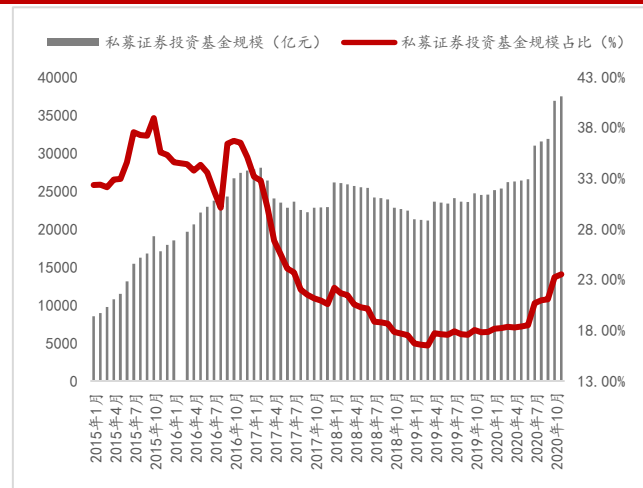


图 4：私募证券投资基金规模与占比



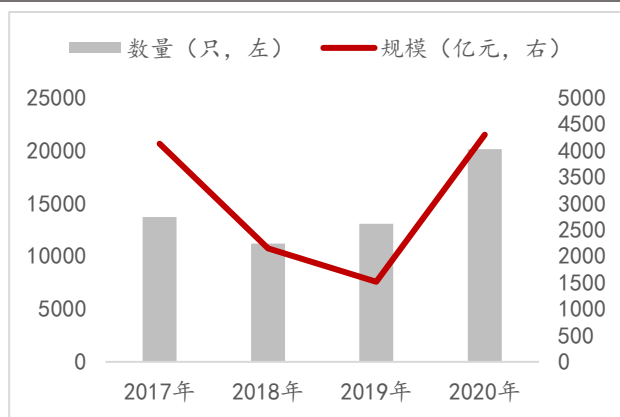
数据来源：基金业协会、上海证券基金评价研究中心

新基金发行数量与规模齐上升。据基金业协会统计，2020 年共备案 20073 只私募基金产品，备案规模达 4290.37 亿元，较去年全年增长 183.72%。从月度数据看，多个月份的新发基金数量创近五年新高。尤其在 2020 年下半年，新发私募基金产品数量远超 2017-2019 年同期水平。

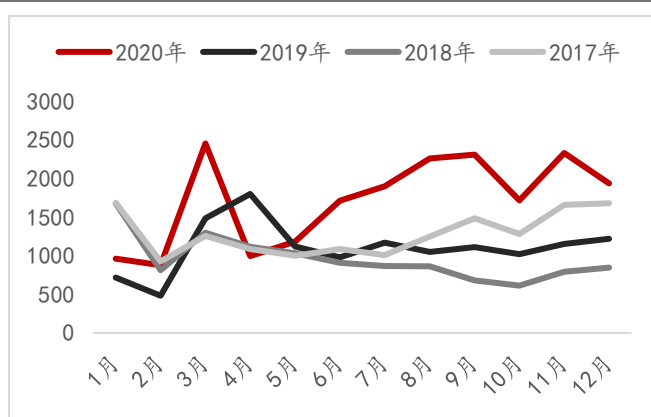
2020 年新发行的私募产品中，股票多头发行数量依然占据绝对优势，之后依次为债券基金和多策略。

图 5：私募基金产品备案通过情况

图 6：月度新发行私募证券投资基金数量

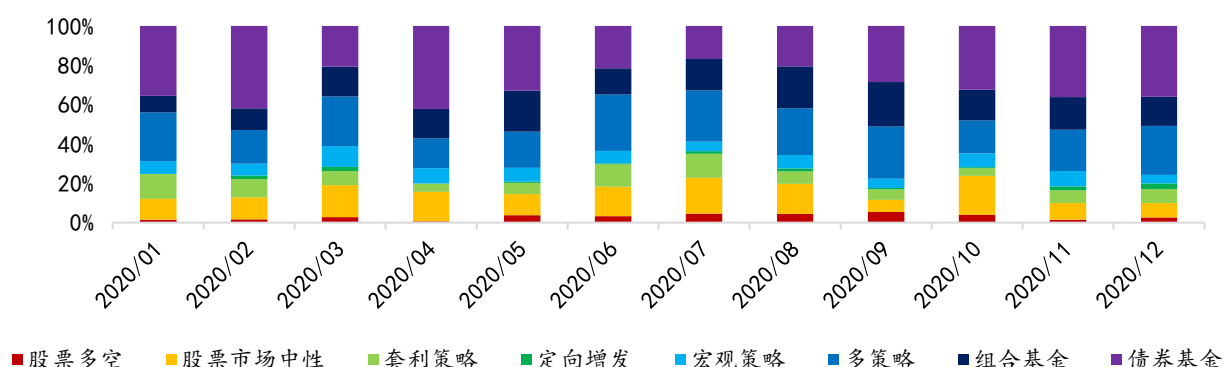


数据来源：基金业协会、上海证券基金评价研究中心



数据来源：朝阳永续、上海证券基金评价研究中心

图 8: 2020 年新发对冲基金的分类情况 (剔除股票多头)



数据来源：朝阳永续、上海证券基金评价研究中心

2、2020 年重要政策与事件梳理

2.1 《关于加强私募投资基金监管的若干规定》

标志着针对私募的监管逐步加强

近年来在私募行业的发展过程中，逐步暴露出一些问题，如公开或者变相公开募集资金、规避合格投资者要求、不履行等级备案义务等。针对此类问题，证监会于 2020 年 9 月 11 日发布了《关于加强私募投资基金监管的若干规定（征求意见稿）》，并于 2021 年 1 月 8 日正式出台了《关于加强私募投资基金监管的若干规定》（以下简称《规定》）。《规定》内容涉及私募基金名称、经营和业务范围；私募基金管理人；募集方式；资金投向；私募基金管理人等方面。该规定旨在引导私募行业朝着健康与可持续的方向发展，针对一些不

合规、不正规的产品未来将逐步清盘，并鼓励私募机构回归证券投资、股权投资的本源。

从海外的经验来看，我国的私募行业未来将承载更多资金规模，监管进一步加强对私募行业的管理将为未来私募行业稳健发展打下坚实的基础。

2.2 新《证券法》出台，投资者保护要求逐渐趋严

我国于 1997 年 7 月 1 日发布并开始实施《中华人民共和国证券法》，期间曾于 2004 年进行了第一次全面修订，并于 2006 年 1 月 1 日启用，使用时间已超 10 年。此次新《证券法》的修订工作从 2015 年开始，历时 4 年半，于 2019 年 12 月 28 日由全国人大审议通过，并于 2020 年 3 月 1 日起施行。

在投资者保护方面，新《证券法》新增了第六章“投资者保护”专章，总计八条。从法律意义上明确了投资者适当性的要求，加大了投资者保护的力度，拓展了投资者维权途径，建立了投资者纠纷调解制度。这一规定也对私募机构提出更高的要求：第一、短期内由于制度的规定，各家金融机构需要重新建立与评估现有客户，并对所代销产品进行进一步分级与梳理，从而增加私募证券投资基金的募资难度；第二、从长期看，投资者保护制度的完善，对私募投资机构与相关从业人员提出了更高的要求，从而迫使私募机构加快“优胜劣汰”的步伐。“制度完善、合规严格、产品过硬”的私募机构将更受到广大投资者的喜爱。

2.3 行业自律体系逐步完善

2019 年 12 月 23 日中基协发布了新版《私募投资基金备案须知》，并于 2020 年 3 月 31 日发布《关于配套 AMBERS 系

统功能上线的通知》，至此中基协完成了从私募备案制度到配套系统的全面升级，为私募基金备案以及持续的合规运作提供了良好的平台。此外，在 2020 年年初疫情爆发时，中基协接连发布优化备案流程的政策性文件为私募机构产品备案打开绿色通道。总体来看，中基协在 2020 年的各项动作都在逐步提升私募基金管理人与私募产品的上报速度，提高私募机构的透明度，优化各项信息填报质量。

2020 年 5 月以来，在深圳证监局统筹指导下，深圳 14 家私募基金管理人发起设立深圳私募基金业协会。历经 3 个多月筹备，深圳私募基金业协会已取得深圳市民政局关于协会名称等事项的核准批复。据基金业协会数据，截止 2020 年 11 月，深圳市共有 4492 家私募基金管理人（包括私募证券投资基金、私募股权、创业基金、私募资产配置基金与其他），共发行产品 16078 只私募基金，管理资产规模 19593.33 亿元，深圳市的私募基金管理人数量仅次于上海位列全国第二。在 P2P 被市场淘汰以及刚性兑付产品逐步退出市场的情况下，私募机构的重要性更加凸显，而近年来私募行业的发展仍然存在鱼龙混杂、违法违规、“暴雷”跑路等情况，深圳私募基金业协会的设立将发挥平台优势，整合行业力量，引导深圳市私募行业不断强化专业能力与规范治理水平从根源上杜绝私募行业的乱象。

表 3：私募证券相关政策梳理

日期	机构	政策	主要内容与意义
1 月 17 日	中基协	《关于更新私募基金管理人财务信息填报模板的通知》	更新填报模块，进一步提升私募基金管理人财务信息填报质量
2 月 1 日	中基协	《关于疫情防控期间私募基金登记备案相关的工作安排通知》	优化疫情期间私募基金备案流程，确保产品顺利发行
2 月 14 日	证监会	《关于修改〈上市公司证券发行管理办法〉的决定》 《关于修改〈创业板上市公司证券发行管理暂行办法〉的决定》	放宽上市公司再融资（定增）限制，私募定增产品业务空间再度打开

		《关于修改〈上市公司非公开发行股票实施细则〉的决定》	
2 月 28 日	中基协	《关于便利申请办理私募基金管理人登记相关事宜的通知》	公布私募基金管理人登记申请材料清单、全流程公示申请机构办理登记进度、增加私募基金管理人公示信息。增强办理私募基金管理人登记申请工作的公开透明，便利申请机构事前准备申请材料
3 月 1 日	全国人大	《证券法》实施	全面推行证券发行注册制度、显著提高证券违法违规成本、完善投资者保护制度、进一步强化信息披露要求、完善证券交易制度、落实“放管服”要求取消相关行政许可、压实中介机构市场“看门人”法律职责、建立健全多层次资本市场体系、强化监管执法和风险防控、扩大证券法的适用范围
3 月 20 日	中基协	《关于公布私募投资基金备案申请材料清单的通知》	完善 2019 版《私募投资基金备案须知》
3 月 24 日	中基协	《异常经营专项法律意见书出具指引》	完善 2018 年发布的《关于私募基金管理人在异常经营情形下提交专项法律意见书的公告》
3 月 31 日	中基协	《关于配套 AMBERS 系统功能上线的通知》	2019 版《私募投资基金备案须知》下，针对 AMBERS 系统的更新
4 月 27 日	中央深改组	《创业板改革并试点注册制总体实施方案》	本次改革对创业板市场基础制度做了完善：一是构建市场化的发行承销制度。二是完善创业板交易机制，放宽涨跌幅限制，优化转融通机制和盘中临时停牌制度。三是构建符合创业板上市公司特点的持续监管规则体系。四是完善退市制度，简化退市程序，优化退市标准。
5 月 3 日	证监会、发改委	《关于推进基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）试点相关工作的通知》	《通知》指明了基础设施 REITs 业务开展的基本方向，同时明确了基础设施 REITs 试点工作推进过程中基金发起人、行政部门和行业协会各自的工作职责。
6 月 26 日	国务院办公厅	《国务院 2020 年立法工作计划》提出拟制定、修订的行政法规中，包括私募投资基金管理暂行条例	
7 月 31 日	央行	延长《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》（简称“资管新规”）过渡期至 2021 年底	1、适当延长过渡期，能够缓解疫情对资管业务的冲击，有利于缓解金融机构整改压力。 2、为金融机构培育规范的资管产品提供宽松环境。
8 月 10 日	中基协	《关于废止部分自律规则的公告（第一批）》	
8 月 18 日	深圳私募基金业协会	“深圳私募基金业协会”成立	深圳私募基金业协会的成立，不仅是实现行业自律规范的需要，也是服务“双区”建设，推动行业健康发展的助力。
8 月 28 日	证监会	《公开募集证券投资基金销售	

		机构监督管理办法》(简称“销售办法”)	
9 月 11 日	证监会	《关于加强私募投资基金监管的若干规定(征求意见稿)》	《规定》强化了私募基金行业执业的底线行为规范,形成了私募基金管理人及从业人员等主体的“十不得”禁止性要求。
2021 年 1 月 8 日	证监会	《关于加强私募投资基金监管的若干规定》	

资料来源:证监会官网、基金业协会官网、互联网、上海证券基金评价研究中心整理

3、私募行业未来发展方向

3.1 私募行业“马太效应”加剧

私募基金行业“马太效应”凸显。截止 2020 年 12 月底,按私募基金管理人管理规模划分,93.37%的私募基金管理人管理规模在 1 亿元以下。管理规模在 50 亿元以上的私募基金管理人仅占 0.91%。随着投资者对私募基金认识的逐步深入以及更多私募基金管理人的加入,私募基金行业的竞争将进一步加剧,投资者对于私募基金的信誉、历史业绩等将愈发关注,对于部分业绩较好的老牌私募,吸金能力较强,而对于新晋私募,未来发展仍面临较多困境。

3.2 私募策略寻求多元化发展

据统计,86.65%的私募基金管理人选择股票多头为其主要策略,多策略、管理期货、债券基金次之。出现这一状况的主要原因在于,我国资本市场发展仍然处于初级阶段,资本市场主要还是以股票债券等传统资产为主,金融衍生品的发展较为缓慢,限制了私募基金对于衍生品的应用。

从国家推出生猪期货以及放宽上市公司再融资限制等进一步深化金融改革的举措看,未来我国可能逐步推出各类型的金融衍生产品,届时私募基金策略的多元化发展将迎来新时代。

3.3 量化私募规模扩大,竞争进入白热化

相比于传统的主动管理模式,量化投资具有系统性、纪律性、

客观性、分散化及时性等优势。优质的量化模型可以为投资者带来稳定的低风险收益，但随着国内投资者对量化投资的进一步认识，未来量化投资的规模预计将逐步扩大。由于策略容量的限制，高频策略增速或将放缓，而中低频策略有望扩充。量化投资策略的竞争已进入白热化，赛道拥挤的现象将进一步侵蚀量化投资的整体收益水平。私募机构对于算法、设备、运维的投入缺一不可，细节把控将是优质量化私募机构突围的关键。

二、私募市场基金产品业绩表现

1、私募基金业绩分析

受今年疫情影响，股票市场反复震荡。1634 只（据朝阳永续不完全统计，截至 2020 年 12 月末）具有连续一年以上净值数据的非结构化私募产品当月平均收益率为 3.6%，年平均收益率为 30.11%。其中，2020 年度实现正收益的产品数量为 1446 只，占比为 87.69%，整体表现强于上证综指与深圳成指。

分策略来看，2020 年管理期货表现靠前。从收益水平来看，私募基金平均收益率为 30.67%。所有策略产品平均收益均录得正值。其中，管理期货、宏观策略涨幅靠前。业绩垫底的为股票市场中性与债券基金，2020 年收益率分别为 12.18%和 16.05%。从风险-收益性价比的角度看，套利策略、组合基金与宏观策略表现靠前。

表 2：各主要市场指数 2020 年表现

产品类型	2020 年收益率	2020 年波动率	全年正收益比例	2020 年收益率分布区间	
				最小值	最大值
股票多头	30.92%	23.02%	86.22%	-75.72%	237.41%
股票多空	23.82%	18.67%	90.00%	-13.85%	62.12%
股票市场中性	12.18%	6.63%	89.66%	-12.01%	45.81%
套利策略	25.69%	9.44%	89.29%	-3.62%	109.14%

管理期货	45.45%	22.44%	92.05%	-5.37%	357.01%
定向增发	55.09%	18.88%	100.00%	55.09%	55.09%
宏观策略	45.56%	21.48%	87.88%	-27.63%	91.39%
债券基金	15.85%	10.42%	95.70%	-4.40%	217.66%
多策略	20.54%	19.02%	85.07%	-25.86%	190.80%
组合基金	27.93%	11.36%	98.41%	-7.11%	156.78%
总计	30.11%	21.05%	87.70%	-75.72%	357.01%

数据来源：朝阳永续、上海证券基金评价研究中心

注 1：由于定性增发产品统计数量较少，故不能体现总体情况

注 2：颜色标为红色的表示其收益率表现较好，颜色标为绿色的表示其收益率表现较弱

2、从风险分类角度

按上海证券基金评价研究中心提出以波动率作为分类标准，根据私募产品在评价区间内的年化波动率将其分为高波动、较高波动、中等波动、较低波动和低波动五大类，然后在不同的波动类别中对该类别内的产品进行比较。

以运作满 3 年 1 个月且具有连续一年以上净值数据的非结构化对冲基金为样本。从 2020 年的累积收益率来看，高波动产品表现最佳，平均收益率为 36.29%。低波动产品表现最差，最近一年的平均累计收益率为 9.85%。在上行市场中，高波动产品给投资者带来了超额补偿，而低波动产品收益表现较弱。

表 3：各主要市场指数 2020 年表现

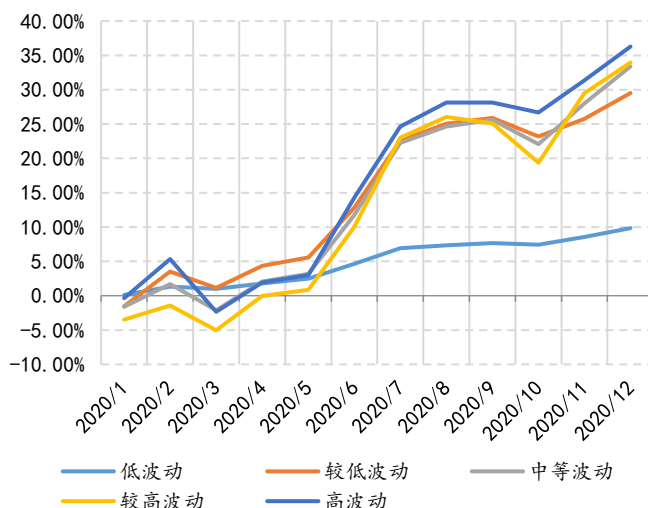
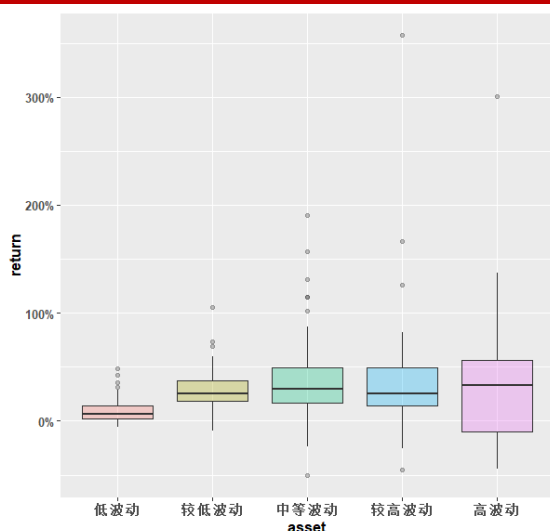
产品类型	2020 年收益率	2020 年波动率	全年正收益比例	2020 年收益率分布区间	
				最小值	最大值
低波动	10.04%	5.90%	82.22%	-5.45%	48.52%
较低波动	29.38%	17.44%	97.47%	-9.51%	104.93%
中等波动	33.94%	23.40%	88.61%	-50.63%	190.80%
较高波动	35.59%	30.67%	89.06%	-45.52%	357.01%
高波动	37.56%	35.80%	63.89%	-33.23%	301.01%

数据来源：朝阳永续、上海证券基金评价研究中心

注：该表先计算各个产品年度收益，再进行数据统计

图 9：各风险分类对冲基金 2020 年收益率分布

图 10：各风险分类对冲基金平均累积收益率情况



数据来源：朝阳永续、上海证券基金评价研究中心

注：上图计算各月度产品平均收益率后，再计算出指数收益

三、公募私募业绩对比

2020 年资产管理业务快速发展，私募基金和公募基金都在管理规模上取得新的突破。本章通过对比公私募三大类投资策略，从业绩、风险等角度进行比较，以区分相应的管理能力。由于私募基金存在信息披露不完全等问题，收益率获取仅能取得月度收益率，因此本文对公募基金业绩数据降频为月频，通过计算月频收益率，构建公私募基金指数，从而实现在同一频率尺度下对公私募基金进行对比。

1、股票多头 VS 公募股混

公募股混产品与私募股票多头产品有着相同的夏普比率，而公募股混产品通过承担波动取得了更高的收益率，私募股票多头策略则更加注重风险控制。近 5 年来，公募股混类基金取得 148.77% 的收益水平，超越私募股票多头策略 97.17%。2019 与 2020 年均为公募基金大年，机构抱团股集体上涨，使得长期保持高仓位运作的公募基金净值大幅上升。2018 年以前，公募与私募基金净值重合度较高，而 2019 年之后，公募基金净值增速明显提升，收益率水平远超私募股票多头策略。分年度看，公募股混类基金在市场上涨年份

表现均好于私募股票多头策略，但下跌年份亏损幅度也相对较高，这与公募基金追求相对收益，而私募基金追求绝对收益的投资目标有较大关系。

分规模看，不论私募还是公募均呈现出规模越大，收益率较高的状况。出现这一现象一方面证明了资金更为偏向于选择业绩较高的产品，另一方面也说明了在私募领域幸存者偏差现象较为明显。

从投资性价比看，不同规模的私募基金夏普比率差异较大，股票多头产品中性价比随规模提升而提升。管理规模在 50 亿元以上的私募，整体收益率高于公募股混类基金，且风险控制能力强于公募。从最大回撤角度看，私募基金表现更优，Calmar Ratio 明显优于公募股混基金。

表 3：公募股混与私募股票多头策略近年来收益与波动

	近 5 年 年化收益率	近 5 年 年化波动率	近 5 年 滚动最大回撤	Sharp Ratio	Calmar Ratio
公募股混（合计）	19.99%	20.58%	-45.13%	0.97	44.30%
股票多头（合计）	14.54%	15.04%	-27.08%	0.97	53.71%
股票多头（十亿以下）	12.32%	15.35%	-33.60%	0.80	36.68%
股票多头（十~五十亿）	17.48%	14.33%	-24.23%	1.22	72.14%
股票多头（五十亿以上）	23.72%	14.65%	-21.10%	1.62	112.43%
公募股混（十亿以下）	14.60%	17.97%	-43.02%	0.81	33.94%
公募股混（十~五十亿）	19.33%	19.13%	-39.22%	1.01	49.28%
公募股混（五十亿以上）	21.28%	23.51%	-57.33%	0.90	37.12%

数据来源：朝阳永续、Wind、上海证券基金评价研究中心

注：夏普比率与卡马比率计算时，假设 $r_f=0$

图 11：近五年策略净值走势

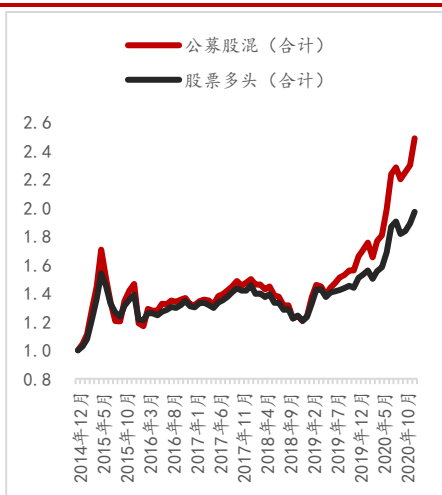


图 12：分年度收益率

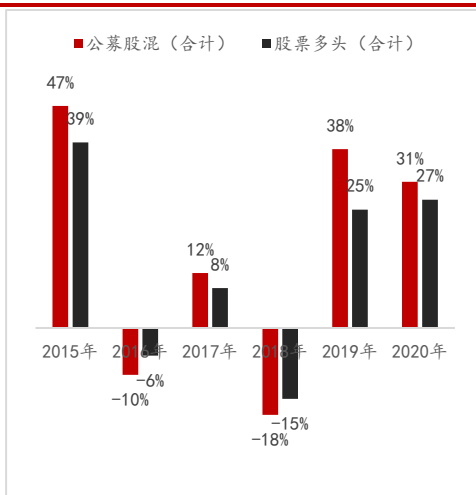
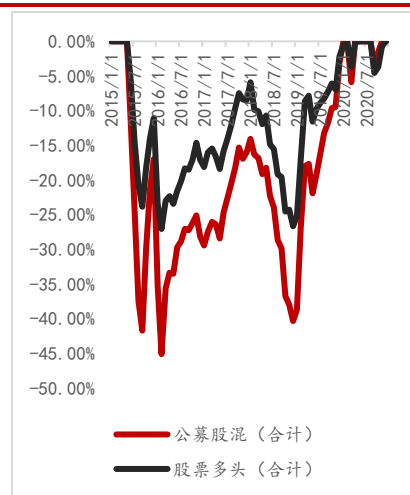


图 13：近 5 年滚动回撤



数据来源：朝阳永续、Wind、上海证券投资基金评价研究中心

注 1：公募基金股混包含普通股票型基金、偏股混合型基金、平衡混合型基金与灵活配置型基金

注 2：指数收益率计算方式均为等权重加成

从产品选择的角度看，在公私募产品性价比一致的前提下，公募基金选择成本总体更低。管理规模越大的股票多头私募，产品选择成本越低。我们计算了参评产品各个月份的收益率内部离差，通过该指标可观察同一类型产品中各只基金表现的离散程度。从图 14 与图 15 展现的数据看，股票多头策略较公募股混类基金内部离差更大，从中挑选出优质产品的难度更大，而公募股混类产品业绩表现较为一致，随机挑选产品出错的概率更低。

分规模看，股票多头类私募内部离差随着私募管理规模的提升逐步下降，管理规模在 10 亿元以下的组别内，内部离差高达 6.53%，而管理规模在 50 亿元以上的组别内，内部离差降低至 4.56%。而公募基金除了总体内部离差较私募基金更低外，各个规模分组的内部离差差异也较为类似。由此可以看出公募基金无论规模大小整体收益获取能力较为稳定，而私募基金投资能力参差不齐，尤其在规模较小的私募基金中，差异较大选择困难度高。

图 14: 月度内部离差 (Internal Dispersion)

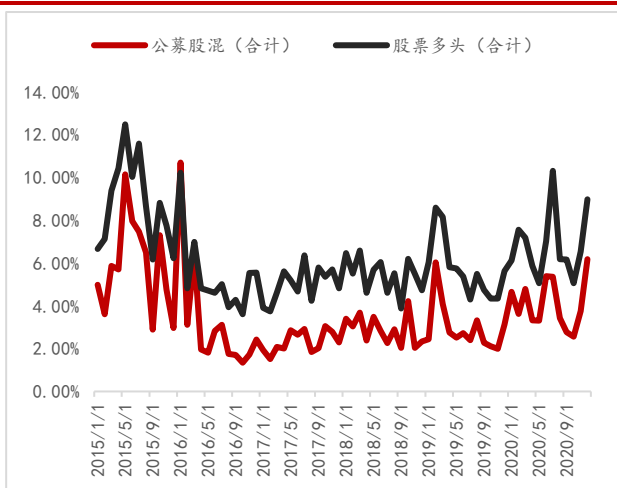
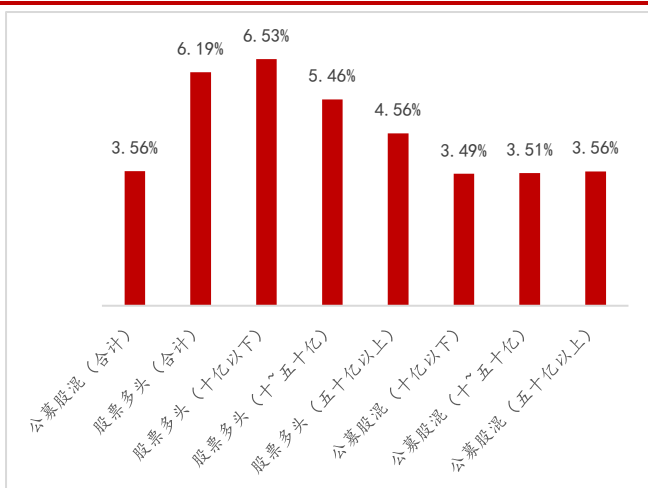


图 15: 近 5 年平均内部离差



数据来源: 朝阳永续、Wind、上海证券投资基金评价研究中心

2、公募指数增强 (超额部分) VS 私募市场中性

私募市场中性收益表现更好,但波动水平更高。从收益水平看,私募市场中性近 5 年年化收益率超 10%,较公募指数增强 (超额部分) (以下简称“公募指增超额”) 表现更好,整体指数在 2015 年取得较高收益,其余年份收益水平平均超越公募指增超额。

私募市场中性策略受市场波动率、市场成交额与股指期货基差影响较大,而公募指增超额受宏观基本面影响较大。从回撤数据我们发现,私募市场中性策略在 2016-2017 年间回撤较大,其主要原因为: 1、2016-2017 年市场整体波动率与成交额较 2015 年下降较快,私募获取超额收益的能力受限; 2、2016 年股指期货平均基差仍处于高位,较高的对冲成本进一步蚕食私募量化的对冲收益。反观公募指增超额,回撤最大的年份出现在了基本面表现较弱的 2018 年,由于公募基金管理规模较大,采用量化中低频策略对市场冲击较大,因此多数公募指增超额采用宏观低频策略,对于宏观经济表现反映较为剧烈。

波动率与最大回撤控制方面,公募指增超额波动率水平较低,但回撤幅度较私募更大。按规模看,五十亿规模以上的

私募市场中性策略收益率较高，最大回撤较低，整体投资性价比较高。

表 4：公募指增（超额）与私募市场中性策略策略近年来收益与波动

	近 5 年年化 收益率	近 5 年年化 波动率	近 5 年 最大回撤	Sharp Ratio	Calmar Ratio
公募指增（超额）（合计）	3.46%	2.81%	-5.34%	1.23	64.75%
私募市场中性策略（合计）	10.05%	12.08%	-2.61%	0.83	385.47%
私募市场中性策略（十亿以下）	8.99%	13.35%	-3.80%	0.67	236.27%
私募市场中性策略（十~五十亿）	9.16%	11.63%	-2.85%	0.79	321.30%
私募市场中性策略（五十亿以上）	13.34%	10.04%	-2.35%	1.33	567.16%
公募指增（超额）（十亿以下）	0.23%	3.72%	-9.46%	0.06	2.39%
公募指增（超额）（十~五十亿）	2.55%	3.04%	-10.50%	0.84	24.27%
公募指增（超额）（五十亿以上）	2.53%	3.15%	-6.96%	0.80	36.34%

数据来源：朝阳永续、Wind、上海证券基金评价研究中心

注 1：夏普比率与卡马比率计算时，假设 $rf=0$

注 2：公募指增（超额）指公募股票指数增强基金计算的超越其业绩基准的部分

注 3：公募指增（超额）由于产品数量较少，因此各个规模分类数据仅供参考

图 16：近五年策略净值走势

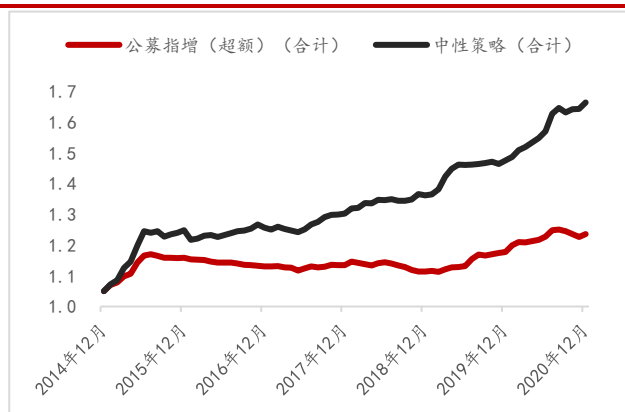


图 17：分年度收益率与平均基差

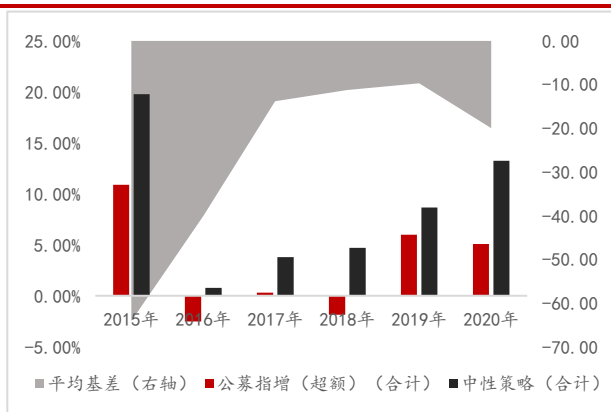


图 18：近 5 年滚动回撤

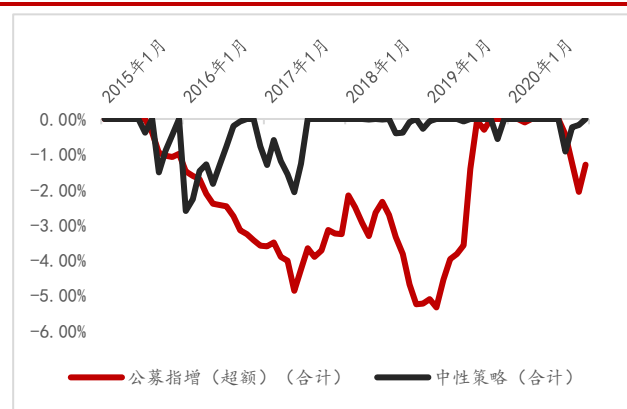
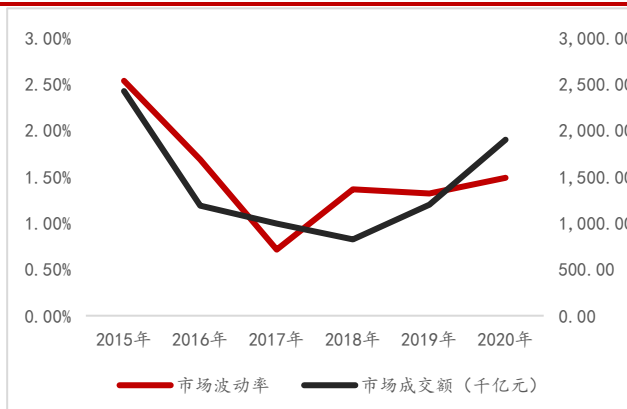


图 19：中证全指波动率与市场成交额



数据来源：朝阳永续、Wind、上海证券基金评价研究中心

注：指数收益率计算方式均为等权重加成

从产品选择的角度看，公募指增超额的产品选择成本较私

募市场中性策略更低，管理规模越大的私募市场中性私募，产品选择成本越低。从图 20 与图 21 展现的数据看，私募市场中性策略较公募指增超额内部离差更大，从中挑选出优质产品的难度更大，而公募指增超额业绩表现较为一致，随机挑选产品出错的概率更低。

分规模看，私募市场中性私募内部离差随着私募管理规模的提升逐步下降，管理规模在 10 亿元以下的组别内，内部离差为 3.23%，而管理规模在 10-50 亿元与 50 亿元以上的组别内，内部离差分别为 2.39% 与 1.70%。因此，在管理规模较大的私募中选择股票多头类产品，出现极端情况的概率较低。

图 20 月度内部离差 (Internal Dispersion)

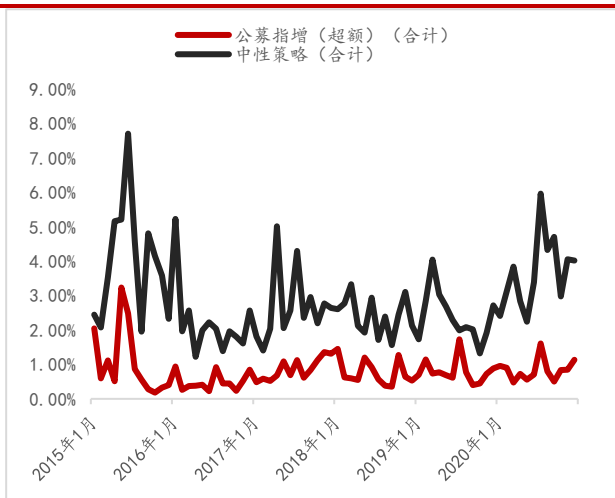
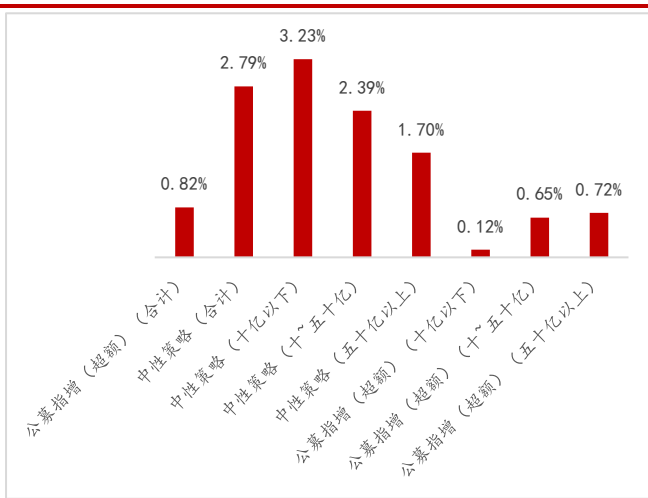


图 21: 近 3 年平均内部离差



数据来源：朝阳永续、Wind、上海证券基金评价研究中心

注：公募指增（超额）由于产品数量较少，因此各个规模分类数据仅供参考

3、公募股票多空 VS 私募股票多空

公募股票多空产品较私募股票多空产品收益水平较低，同时波动率也更低，夏普比率两者相似。近 5 年来，公募股票多空策略取得 18.52% 的收益水平，低于私募股票多空策略 103.37%。整体来看，公募股票多空呈现与公募指数增强（超额）类似的净值曲线，而私募股票多空较私募市场中性呈现更大的波动与更高的收益，更能体现股票多空策略中不

完全对冲的特点。

分规模看，私募股票多空策略呈现 10-50 亿规模的产品业绩与夏普更好的情况，而随着规模的增加私募股票多空呈现出业绩下降。

表 5：公募股票多空与私募股票多空近年来收益与波动

	近 5 年 年化收益率	近 5 年 年化波动率	近 5 年 滚动最大回撤	Sharp Ratio	Calmar Ratio
公募股票多空（合计）	3.46%	2.81%	-5.34%	1.23	64.75%
私募股票多空（合计）	15.25%	12.08%	-14.37%	1.26	106.18%
私募股票多空（十亿以下）	14.34%	13.35%	-17.34%	1.07	82.68%
私募股票多空（十~五十亿）	18.70%	11.63%	-10.33%	1.61	181.05%
私募股票多空（五十亿以上）	14.78%	10.04%	-11.37%	1.47	130.03%

数据来源：朝阳永续、Wind、上海证券基金评价研究中心

注 1：夏普比率与卡马比率计算时，假设 $r_f=0$

注 2：由于公募股票多空策略基金数量较少，因此不展示按规模分类数据

图 22：近五年策略净值走势

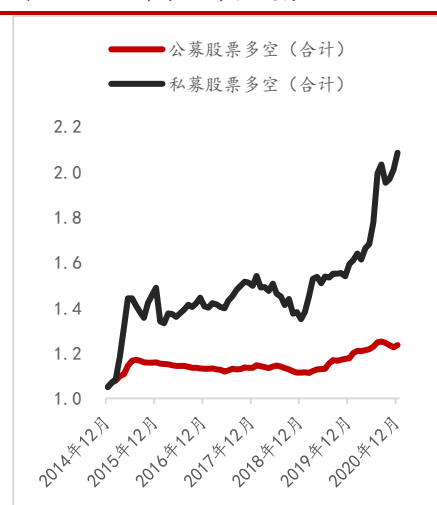


图 23：分年度收益率

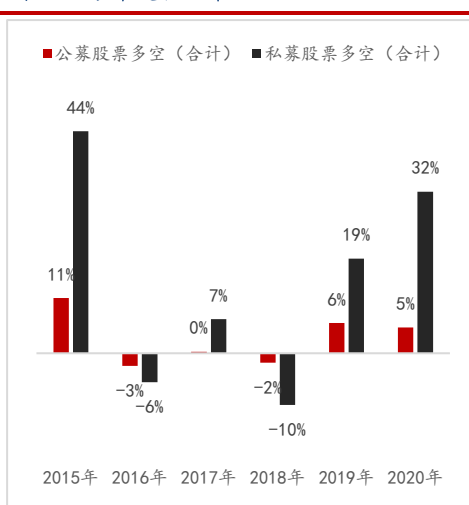
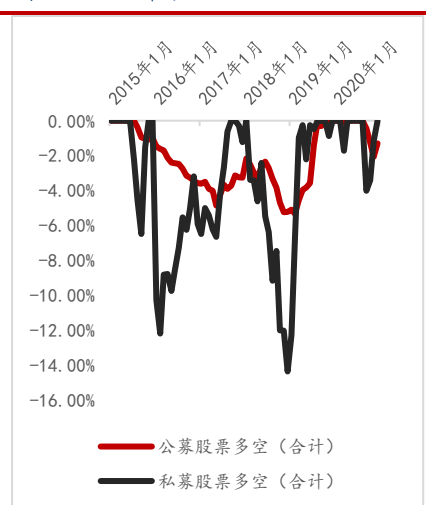


图 24：近 5 年滚动回撤



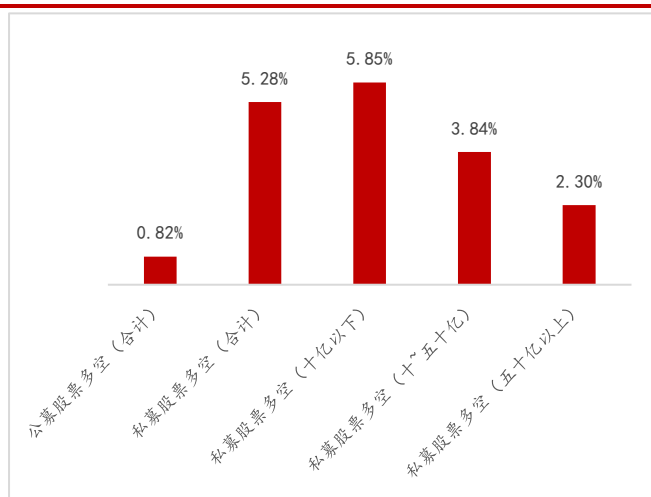
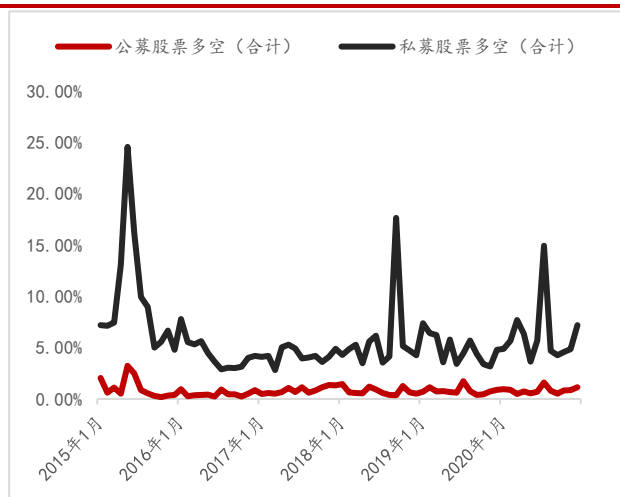
数据来源：朝阳永续、Wind、上海证券基金评价研究中心

注：指数收益率计算方式均为等权重加成

从产品选择的角度看，私募股票多空策略内部离差也呈现出随着私募管理规模的提升逐步下降的状况。管理规模在 10 亿元以下的组别内，内部离差高达 5.85%，而管理规模在 50 亿元以上的组别内，内部离差降低至 2.30%。

图 25：月度内部离差（Internal Dispersion）

图 26：近 5 年平均内部离差



数据来源：朝阳永续、Wind、上海证券基金评价研究中心

4、公募债券基金 VS 私募债券基金

私募债基策略收益更高，且波动水平更低。从收益水平看，私募债基近5年年化收益率为7.57%，较公募债券基金表现更好。分年度看，私募债基的收益率在多数年份表现优于公募债基。从风险收益比的角度看，私募债基各分类的Sharp Ratio与Calmar Ratio均高于公募债基。

为更好的解释公私募在收益方面的差距，我们假定债券基金不采用杠杆投资，从而通过中证转债、中证公司债与中证金融债月频收益率对公私募债基收益率进行多元线性回归，从结果看我们得出以下结论：

1、模型对公募债基的解释程度 (R^2) 高达0.81，而私募债基的 R^2 仅有0.41，解释程度较低。这说明公募债基有较大概率主要投资于转债、公司债与金融债中，而私募债基除了投资于以上三类债券外，可能投资于其他类型的资产。

2、在95%置信区间下，中证金融债较私募债基的P值高于显著性水平0.05，因此不具备解释性。我们认为出现这一现象的原因可能为私募债基在金融债的配置中占比较低，难以影响整体走势。

3、从各资产的风险暴露来看，公募与私募债基均在公司债的暴露较高，且私募数公募暴露程度更高，可见私募债基更偏向于投资公司债，而公募债基在转债方面有着更高的暴露。

此外，从其他因素来看，私募债券基金较公募基金有更大的空间使用杠杆手段与信用下沉来承担风险，获取收益。公募基金主要通过二级市场交易债券产品，因此交易活跃，定价较为充分，价格变化能够及时的反映在净值中。而私募基金可以通过银行间市场参与较不活跃的债券交易，因此债券价格的波动较难在净值中体现，同时，私募债券可以通过加杠杆以及信用下沉等手段获取超额收益，因此尽管私募债券基金整体表现较公募债券基金更好，但其背后隐藏的风险也值得投资者关注。

表 6：公募债基与私募债基近年来收益与波动

	近 5 年年化 收益率	近 5 年年化 波动率	近 5 年 最大回撤	Sharp Ratio	Calmar Ratio
公募债基（合计）	6.04%	2.98%	-3.04%	2.03	198.64%
私募债基（合计）	7.57%	1.63%	-0.52%	4.64	1466.01%
私募债基（十亿以下）	9.14%	3.19%	-2.37%	2.87	384.88%
私募债基（十~五十亿）	7.10%	1.87%	-1.03%	3.79	691.75%
私募债基（五十亿以上）	7.99%	1.50%	-0.88%	5.34	910.33%
公募债基（十亿以下）	4.81%	3.77%	-5.87%	1.28	81.95%
公募债基（十~五十亿）	6.27%	3.00%	-2.45%	2.09	255.89%
公募债基（五十亿以上）	6.09%	2.71%	-2.45%	2.25	248.66%

数据来源：朝阳永续、Wind、上海证券基金评价研究中心

注：夏普比率与卡马比率计算时，假设 $r_f=0$

图 27：近五年策略净值走势

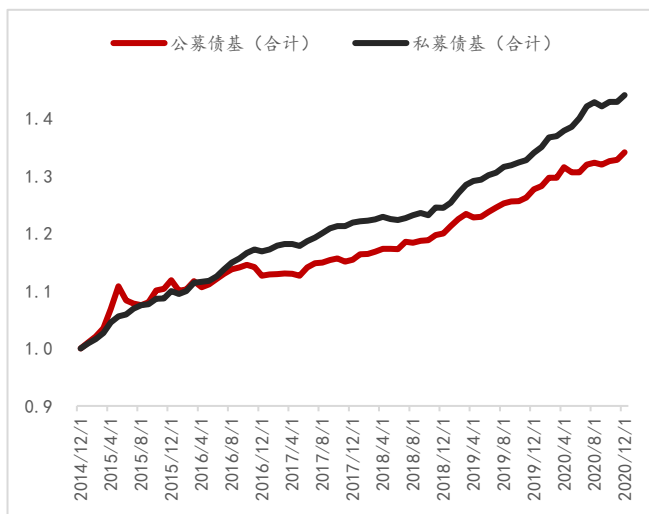


图 28：分年度收益率

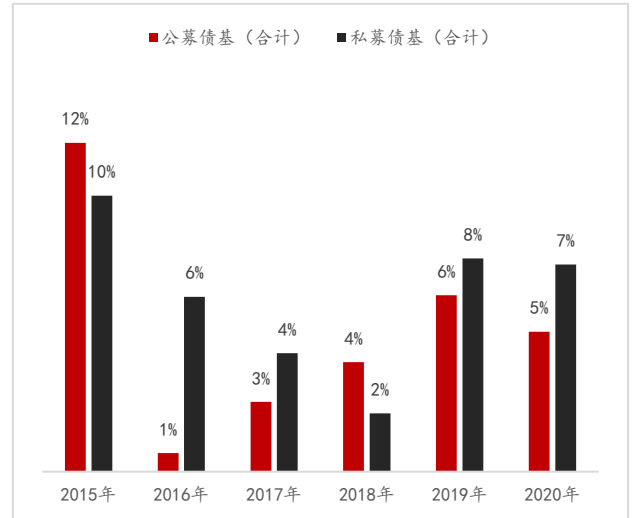


图 29：近 5 年滚动回撤

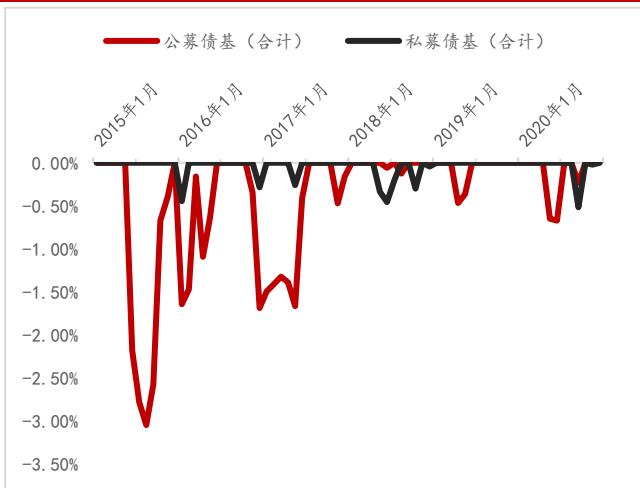


图 30：公私募债券基金较不同类型的债券资产暴露程度

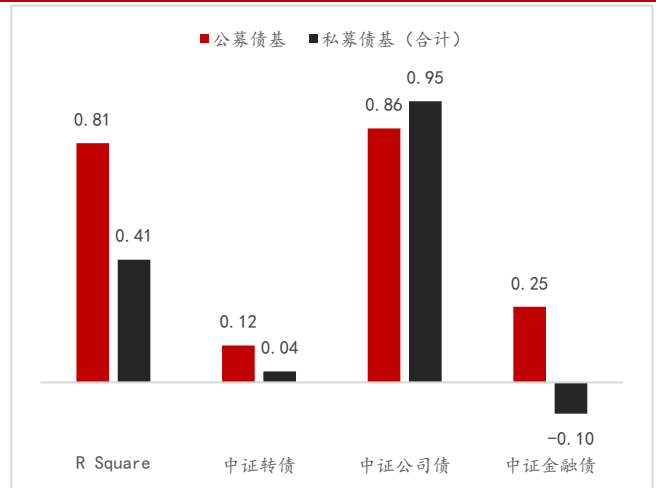


表 7：统计结果

		Coefficients	标准误差	t Stat	P-value
公募债基	Intercept	-0.0003	0.0009	-0.3029	0.7629
	中证转债	0.1242	0.0091	13.6206	0.0000
	中证公司债	0.8554	0.1997	4.2831	0.0001
	中证金融债	0.2544	0.0742	3.4304	0.0010
私募债基	Intercept	0.0015	0.0008	1.8938	0.0625
	中证转债	0.0368	0.0087	4.2409	0.0001
	中证公司债	0.9471	0.1899	4.9883	0.0000
	中证金融债	-0.1049	0.0705	-1.4876	0.1415

数据来源：朝阳永续、Wind、上海证券基金评价研究中心

注 1：公募债券基金包含混合债券型二级基金、中长期纯债型基金、混合债券型一级基金、短期纯债型基金、被动指数型债券基金、偏债混合型基金与增强指数型债券基金

注 2：指数收益率计算方式均为等权重加成

注 3：图 25 结果为公私募债券基金收益率对中证转债、中证公司债与中证金融债月频收益率进行多元线性回归结果

与前述策略似，公募债券基金的产品选择成本较私募债券

基金更低，管理规模越大的私募债券基金，产品选择成本越低。从图 31 与图 32 展现的数据看，私募债券基金较公募债券基金内部离差更大，从中挑选出优质产品的难度更大，而公募债券基金业绩表现较为一致，随机挑选产品出错的概率更低。

分规模看，私募债券基金内部离差随着私募管理规模的提升逐步下降，管理规模在 10 亿元以下的组别内，内部离差为 3.64%，而管理规模在 10-50 亿元与 50 亿元以上的组别内，内部离差分别为 2.74% 与 2.25%。因此，在管理规模较大的私募中选择债券类产品，出现极端情况的概率较低。

图 31 月度内部离差 (Internal Dispersion)

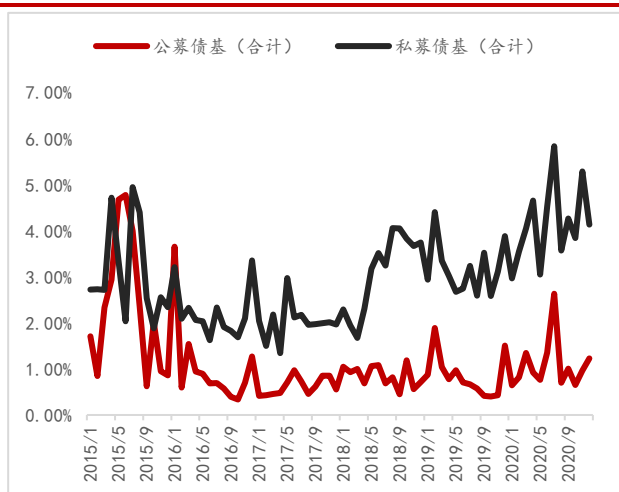
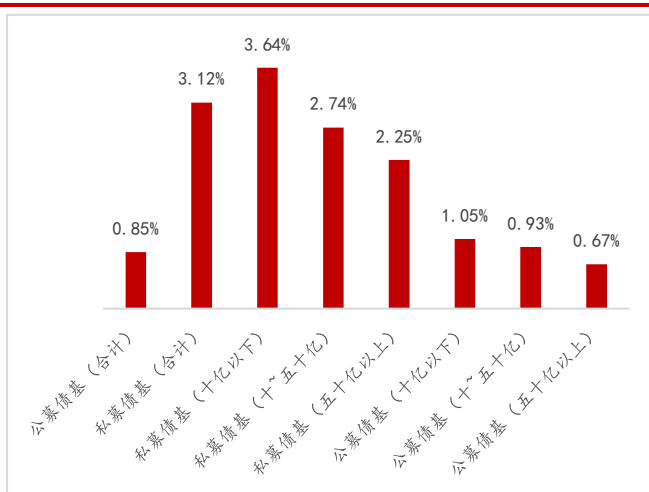


图 32: 近 3 年平均内部离差



数据来源：朝阳永续、Wind、上海证券基金评价研究中心

注：由于私募债券基金按规模分类中，2015 年与 2016 年参与计算的基金数量过少，因此不计算这两年内部离差

总体来看，我们发现规模较大的私募基金在收益水平以及内部离差上较规模较小的私募基金均有较大幅度的提升，即产品收益率更高、产品选择成本更低。从后视的角度看，这体现了：

1、业绩好坏是投资者选择私募基金的主要标准之一，多数投资者选择投资于过往业绩表现较好的私募基金产品，即资金更加偏向于流向业绩较好的私募；

2、数据的背后也可能隐藏了幸存者偏差，在过去的几年中，

业绩不好的私募机构逐步消亡，从而形成了当前的头部私募表现更好的现状。而站在当时的时点上，私募产品的选择成本依旧较高，因此通过规模选择私募产品，意义有限。

3、从投资角度看，对于普通投资者而言，更应该选择投资资产更为确定、风格更为稳定，透明度更高的公募基金为其主要投资标的，从而确保本金的安全。而对于期望追求更有可能获得高收益且风险承受能力较高的投资者，私募基金为其不二的选择，一方面私募基金通过资产配置分散了单一资产的风险，另一方面，追求绝对收益的私募基金在回撤控制方面有着丰富的经验。

分析师承诺

分析师 刘亦千 江牧原

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格，是具备协会会员资格的基金评价机构。

重要声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资作出任何形式的担保。我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。业绩表现数据仅代表过去的表现，不保证未来结果。投资收益和本金将随市场波动，当出售证券资产时可能发生损益。当前的表现可能会高于或低于那时引用的数据。

本报告版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如遵循原文本意地引用、刊发，需注明出处为“上海证券基金评价研究中心”。